



Epargne longue et financement des entreprises en France

Georges Daw

► To cite this version:

| Georges Daw. Epargne longue et financement des entreprises en France. 2013. halshs-01227242

HAL Id: halshs-01227242

<https://shs.hal.science/halshs-01227242>

Preprint submitted on 10 Nov 2015

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Epargne longue et financement des entreprises en France

Georges Daw*

Dans un contexte de raréfaction anticipée des financements publics et de celui des établissements de crédit, les petites et intermédiaires entreprises (PIE) Françaises connaissent des difficultés d'accès aux financements dont elles ont besoin. Le baromètre IFOP 01/2010 indique que 29% sont concernées.

Après avoir défini et discuté de l'épargne longue, nous nous attacherons à regarder l'équilibre macroéconomique épargne-investissement. En suite de quoi on regardera la structure l'épargne longue en France et son incidence sur le financement des entreprises. Enfin nous verrons quelques propositions (à travers OSEO notamment) pour que l'épargne de long terme (plus de 7 ans) puisse être au service de la croissance économique.

A propos de l'épargne longue

L'épargne est dite "longue" lorsqu'elle est constituée de produits dont les avantages ne se matérialisent qu'à compter d'une durée minimale de détention. C'est une épargne peu liquide. Ce type d'épargne est bien adapté aux investissements de long terme comme les investissements en actions des PIE.

En France, l'épargne longue principalement collectée par les compagnies d'assurance-vie (alors que pour le reste de l'Europe, ce rôle est rempli par les fonds de pension) permet de se constituer un complément de ressources financières outre celles du régime obligatoire de retraites par répartition.

Au sein de l'épargne longue, il y a d'un côté les produits qui incitent les épargnants à s'engager de façon non contractuelle de préférence sur une durée minimale (Plan d'épargne logement PEL, OPCVM obligataires et actions, Actions détenues *via* un plan d'épargne en action PEA...) et de l'autre ceux qui engagent contractuellement l'épargnant sur une durée minimale (Contrats d'assurance-vie "euros diversifiés" et Produits d'épargne retraite notamment PERP, PERCO...).

L'allongement de la durée de détention est positivement corrélé avec leur probabilité de super performance par rapport aux placements monétaires et obligataires.

* Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne - Ecole d'Economie de Paris - Centre d'Economie de la Sorbonne.

Garnier et Thesmar [2009] rappellent que s'agissant des Etats-Unis de 1872 à 2008, il n'y a aucune sous-période de 20 ans pendant laquelle la rentabilité réelle des actions est restée plus faible que celle des placements monétaires et obligataires.

Comme le rappelle le Rapport du CAE 2010 aux pages 217 et 218, il faut avoir en mémoire comme ordres de grandeurs que, sur la durée, la performance réelle des actions se situe autour de 6 %, celle des obligations à 4 % et enfin celle du monétaire à 2,5 %.

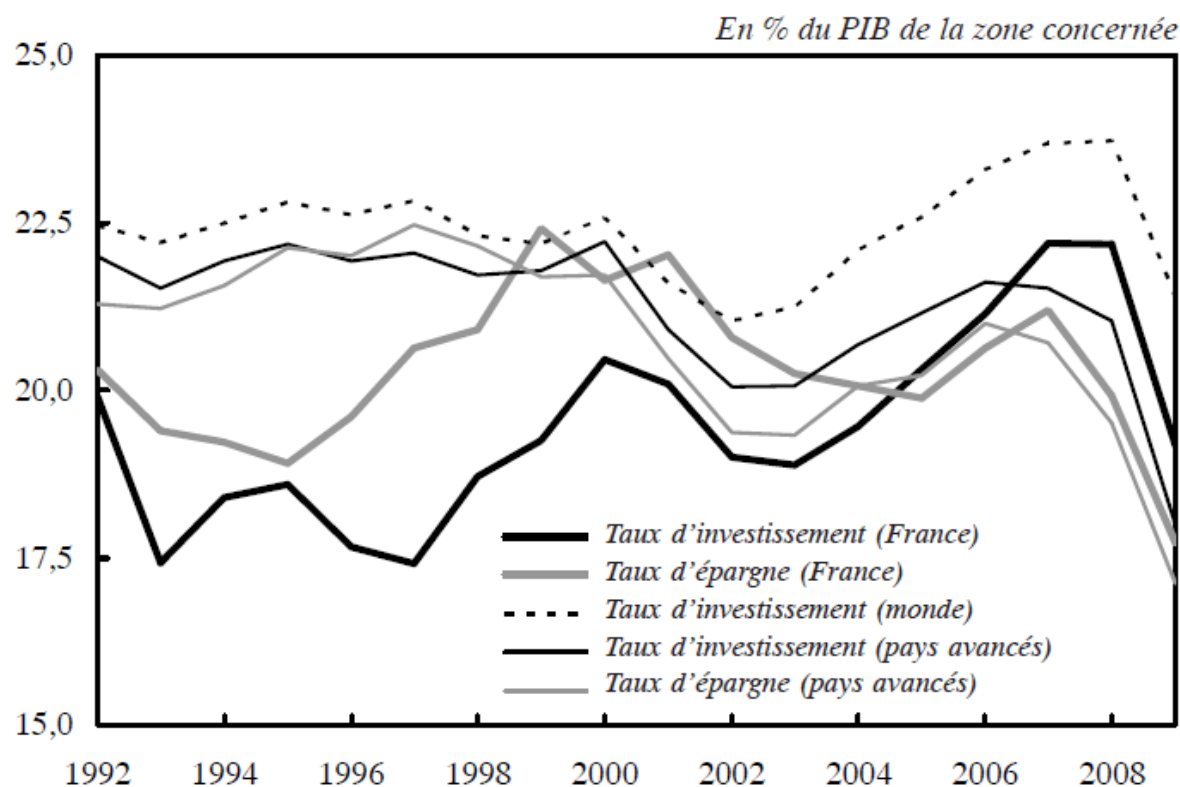
Fin 2008, le patrimoine financier des ménages Français est de l'ordre de 3 500 milliards d'euros (le patrimoine total principalement en actif immobiliers est d'environ 10200 milliards d'euros) dont plus du tiers est contenu dans des contrats d'assurance-vie. En 2009, le niveau d'épargne financière des ménages français s'est élevé à 88,4 milliards d'euros contre 61,2 milliards en 2008.

Dans ses conclusions, le groupe de travail Paris Europlace rappelle que l'assurance-vie, première source d'épargne longue en France présente un encours de 1400 milliards d'euros. Cet encours placé à 20% en actions soutient l'investissement long.

L'épargne et l'investissement en France sur les dernières années

Le graphique suivant montre sur la période [1992-2009] les trajectoires du taux d'épargne ($\frac{\text{Epargne brute}}{\text{PIB}}$) et du taux d'investissement ($\frac{\text{Formation brute de capital fixe}}{\text{PIB}}$) pour la France, le Reste du Monde (RDM) et les Pays Avancés (PA) au sens du FMI.

Taux d'épargne et d'investissement [1992-2009]



Source : IMF WEO, Avril 2010

Comparativement au groupe des PA, le taux d'investissement en France ne commence à devenir plus élevé qu'à partir de 2007. Le remarquable redressement du taux d'investissement en France dans les dernières années de la décennie 1990 indique qu'on peut être plus nuancé que le rapport de CAE 2010 en affirmant que la France a bien bénéficié de la diffusion des Technologies de l'Information et de la Communication (TIC) probablement davantage que certains PA (hors Etats-Unis).

De 1992 à 2005 environ, le taux d'épargne en France est au-dessous de son taux d'investissement, ce qui entretient une balance des transactions courantes (balances commerciale + invisibles) excédentaire. Cela signifiant que la France dispose sur cette période d'une capacité de financement sur le RDM, ce qui constitue un point positif pour sa capacité potentielle à attirer l'épargne du RDM des fois que...

Ce point est confirmé par une position extérieure nette (inventaire complet des créances et dettes de toute nature -industrielle, financière, commerciale, immobilière...- entre la France et le RDM quasi nulle de 2005 à 2007. En 2007, celle-ci est à peine débitrice (-5,6 milliards d'euros).

Toutefois, cette position atteint -372,1 milliards d'euros, soit 19,1% du PIB souligne le CAE 2010.

En conclusion, même en supposant que l'épargne mondiale ne faiblit pas (ce qui est en outre vrai comme en atteste la baisse des taux d'intérêt réels mondiaux), la France ne saurait invariablement y faire appel dans la mesure où la dégradation continue de sa position extérieure ne fait que reporter le problème du financement de l'investissement dans le temps et donc l'investissement lui-même.

La structure de l'épargne longue des Français

Le point précédent indique une limite économique au financement extérieur de l'investissement. Mais un autre, relatif à l'argument "anti-fonds de pension étrangers" (amplifié par la montée en puissance des fonds souverains) peut aussi être évoqué. Il traduit une inquiétude sur le monopole des fonds étrangers dans le financement des entreprises de France.

Mais la préoccupation porte aussi sur le profil de l'épargne (liquide/illiquide) car c'est sur elle que s'appuie la stratégie du développement soutenable. Dans cette dernière, les PIE jouent un rôle crucial reconnu comme tel par l'Etat lors de son Plan de relance économique de Décembre 2008.

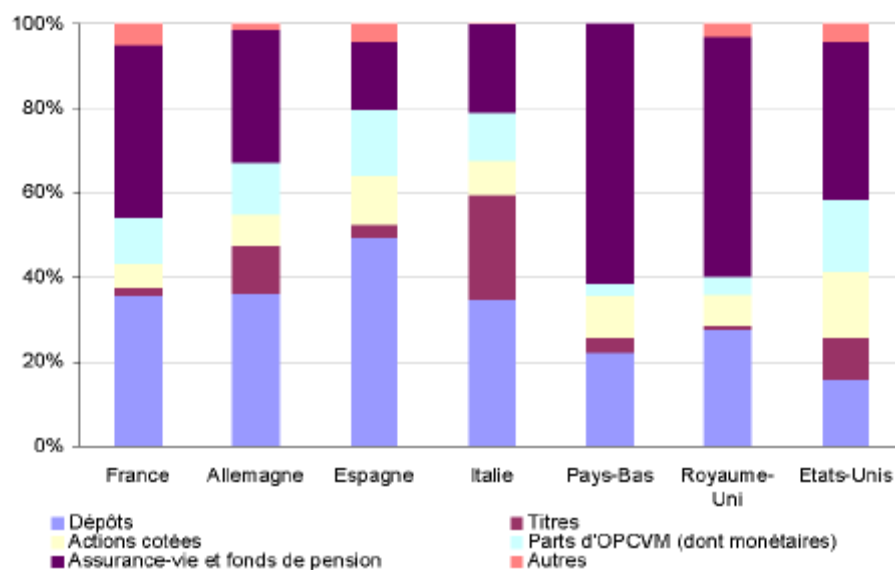
Regardons ce profil général du patrimoine financier en France. Rapporté à leur revenu disponible (autour de 15%) celui-ci est plus faible qu'aux Etats-Unis, au Japon ou au Royaume-Uni mais proche de l'Allemagne, l'Italie ou l'Espagne.

Garnier et Thesmar [2009] évoquent 2 facteurs pouvant éclairer un tel profil :

- Le système de retraite par répartition, implique que la valeur actualisée des pensions à venir se substitue inter-temporellement, au moins partiellement, aux montants à accumuler dans les fonds de pensions et/ou l'assurance-vie. En matière de développement économique, l'équilibre entre répartition/capitalisation n'est pas neutre. En effet l'éviction au moins partielle de la capitalisation entrave la stratégie de développement.
- L'orientation de ce patrimoine financier se fait à environ 70% du côté de l'immobilier (logement et terrains bâtis), ce qui évince l'investissement en action dans les entreprises.

Regardons à présent un peu plus en détail ce profil. Le graphique ci-dessous propose une comparaison de la répartition du portefeuille financier de la France, d'autres pays Européens et des Etats-Unis.

Comparaison de structures des patrimoines financiers des ménages en 2006



Source : AMF

La répartition pratiquement équilibrée en termes absolus entre d'une part les dépôts, les actions et titres d'OPCVM et de l'autre l'assurance-vie plus fonds de pension est proche de la moyenne européenne. En termes relatifs, c'est-à-dire rapporté à son PIB, la France détient une épargne longue plus faible que celles des pays à système de retraite par capitalisation (Etats-Unis Pays-Bas, Royaume-Uni).

Les compagnies d'assurance, principaux investisseurs longs en France collectent l'essentiel de l'épargne longue. Après opération de mise en transparence du bloc OPCVM, Lekehal et al [2009] revisitent la structure du portefeuille des compagnies d'assurance. Ils rapportent que le poids des titres de créances long terme dans l'encours 2008 est croissant à 64% et décroissant s'agissant des actions qui sont à 9,1%, restructuration attribuée aux dévalorisations liées à la crise financière. Cette tendance est défavorable à l'investissement en France. En effet, les obligations (titres de créance) matérialisent une partie de la dette de l'entreprise (coûteuse car à rembourser) alors que les actions (titres de propriété) sont une partie de son capital social pour rappel.

Le financement des PIE à travers OSEO et le développement de l'épargne longue

Avant que d'indiquer quelques propositions visant à allonger l'horizon de l'épargne, nous présentons le rôle d'OSEO (Société anonyme créée en 2005 majoritairement détenue par l'Etat -Tutelle du Ministère de l'Economie et du Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche-, la Caisse des dépôts mais également par les principaux établissements bancaires de la place) qui accompagne les PIE dans les phases importantes de leur évolution et qui à ce titre est un acteur intermédiaire majeur dans leur financement et davantage dans un contexte de baisse du crédit aux entreprises (2,3%) en France.

Pour réaliser ses missions, OSEO peut accéder à l'épargne longue. Son action générale est actualisée par des fiches thématique de l'Association Française des investisseurs en capital (cf fiches avril 2010, septembre 2008). Un des axes de travail d'OSEO consiste à œuvrer pour l'émergence et le développement d'acteurs en mesure de mobiliser l'épargne longue intéressant le financement des PIE.

Ces acteurs sont ceux du capital investissement pour lesquels les interventions d'OSEO pourraient améliorer les perspectives de rentabilité et donc leur capacité à attirer des fonds utilisables par les PIE. Ci-dessous, quelques leviers d'OSEO avec CDC Entreprises (filiale de la Caisse de dépôts et consignations) qui aident ces acteurs :

- en réduisant leurs risques *via* des garanties contre les distorsions de comportements notamment sur les interventions les plus délicates (capital-risque);
- en améliorant leur rendement potentiel sur les entreprises innovantes grâce aux subventions à l'innovation accordées;
- en élargissant leur base de souscripteurs potentiels grâce à un système de garantie de valeur liquidative des parts souscrites (en cours d'expérimentation en 2012)
- en cherchant à favoriser l'émission de titres adossés à un portefeuille de créances PIE *via* des techniques de titrisation afin de pallier l'incapacité d'accès individuel de ces entreprises à ce marché et leur procurer une autre source de financement pérenne.

Enfin les initiatives autour de l'épargne consistent d'abord à stabiliser les encours actuels d'épargne longue puis à les développer. Le rapport du Groupe de Travail Paris Europlace [2010] sur :

" Le développement de l'épargne longue" propose 6 actions allant dans ce sens :

1. Orienter une part significative de la future collecte d'épargne financière vers des produits longs ;
2. Modifier la structure des encours actuels d'épargne en faveur de produits de long terme ;

3. Encourager les Français à épargner plus tôt pour préparer leur avenir et leur permettre de bénéficier de cet horizon de placement allongé;
4. Renforcer massivement la détention d'actifs dynamiques (actions ou produits investis en actions) dans le cadre de placements à horizon long;
5. Renforcer la place de la gestion professionnelle dans l'épargne longue;
6. Sensibiliser et former les ménages aux enjeux de l'épargne financière.

Références bibliographiques

- [1] Garnier O. et Thesmar D., [2009] "Epargner à long terme et maîtriser les risques financiers", Rapport CAE n°86, La Documentation Française.
- [2] "Investissement et investisseurs de long terme" [2010] Rapport du CAE.
- [3] Fiches thématiques [2008] et [2009] Association Française des Investisseurs en Capital.
- [4] Lekehal S. et al [2009] "Evolutions récentes de la structure des placements des assureurs", Bulletin de la Banque de France, n°177.
- [5] Paris Europlace [2010] "Le développement de l'épargne longue", Rapport du Groupe de travail Paris Europlace.